

Luxemburg – 12 april 2023. Met onder meer het faillissement van Silicon Valley Bank en de gedwongen overname van Credit Suisse verliep de voorbije maand behoorlijk turbulent. Intussen lijkt de rust gelukkig enigszins weergekeerd, en is de dreiging van een nieuwe kredietcrisis afgewend. Het inflatiespook daarentegen is nog steeds niet echt bedwongen, al kan de verwachte afkoeling van de economie wellicht een positieve impact hebben.

Het voorbije kwartaal leek in vele opzichten het spiegelbeeld van wat we vorig jaar zagen. Toen steeg de rente, deden waardebedrijven – onder meer de financiële sector - het goed en kregen vooral groei- en technologiebedrijven stevige klappen. Vandaag daalt de langetermijnrente en zien we net het omgekeerde beeld: de technologiesector presteert goed en de MSCI Wereld technologie index staat zelfs ongeveer op +19 procent. De waarde aandelen en financiële bedrijven gaan onderuit. Opvallend is ook de terugkeer van goud. Nogal wat mensen houden dit klassiek in de portefeuille als een bescherming tegen inflatie. Die strategie werkt enkel op de hele lange termijn en is alvast een illusie gebleken in 2022. Na een periode van 40 jaar zonder inflatie, kwam er een heel felle opstoot van inflatie, maar die had amper impact op de goudprijs. Goud blijft daarentegen wel interessant op momenten dat er sprake is van een vertrouwenscrisis in de financiële economie, of wanneer er echt een volledige systeemcrisis dreigt.

Sector	2022	2023 Q1
Informatietechnologie	-26.5%	19.6%
Telecommunicatie	-33.0%	16.6%
Duurzame Consumentengoed.	-29.2%	15.0%
Industrie	-7.8%	5.7%
Materialen	-5.2%	4.7%
Niet-duurzame consumentengoed.	-0.3%	2.2%
Infrastructuur	1.2%	1.1%
Vastgoed	-20.5%	-0.6%
Gezondheidszorg	0.5%	-2.8%
Financiële diensten	-4.6%	-2.8%
Energie	55.1%	-4.6%

Wél financiële stress, géén nieuwe kredietcrisis

Het faillissement van Silicon Valley Bank in de VS stuurde de voorbije weken een stevige schokgolf doorheen de financiële sector. Het was al vrij snel duidelijk dat het om mismanagement ging. Aan passiva-zijde leunde de

financiering bij Silicon Vally Bank te eenzijdig op deposito's van venture capital-bedrijven. Anno 2023 kan een deposito-vlucht dan bliksemsnel gaan: met enkele muisklikken kunnen ze eenvoudigweg naar een andere bank worden overgemaakt. Tegelijk had de Amerikaanse bank aan activa-zijde dan weer te zwaar geïnvesteerd in overheidsobligaties, en werd het renterisico onvoldoende afgedekt. De speculatie met het geld van de depositohouders is dus faliekant afgelopen. Gelukkig heeft de Amerikaanse overheid wel minstens één les getrokken uit wat er eind 2008 met Lehman Brothers is gebeurd. Toen werd ervoor gekozen om Lehman failliet te laten gaan, met ronduit catastrofale gevolgen. Ditmaal volgde er wel een heel snelle reactie, waarbij alle deposito's gegarandeerd werden uit angst voor een *bankrun* op tal van kleinere Amerikaanse banken. Tegelijk werden nieuwe liquiditeitsfaciliteiten ter beschikking gesteld voor banken. De initiële paniek ebde dan ook redelijk snel weg. Moraal van dit verhaal? Dit was geen kredietcrisis zoals in 2008, maar een liquiditeitscrisis, die dus door de centrale bank kon worden opgelost. In een rampscenario kan dit nog altijd leiden tot een kredietcrisis, maar daar ziet het voorlopig niet naar uit. Tegelijk mogen we er wel van uitgaan dat banken strenger naar hun balansen zullen kijken, en dat dit ook een effect zal hebben op de kredietverstrekking. Daarnaast kunnen we niet anders dan concluderen dat de Amerikaanse banken anno 2023 nog altijd niet voldoende gereguleerd zijn, waardoor de overheid dus opnieuw tussenbeide moest komen om de meubelen te redden. Enkel de echt grote spelers – in concreto vanaf 250 miljard – moeten vandaag in de VS al aan veel strengere regels voldoen. In Europa liggen de kaarten volledig anders. Alle banken – ook de kleinere – moeten hier immers liquiditeitsratio's, solvabiliteitsratio's en resultaten van stresstests rapporteren.

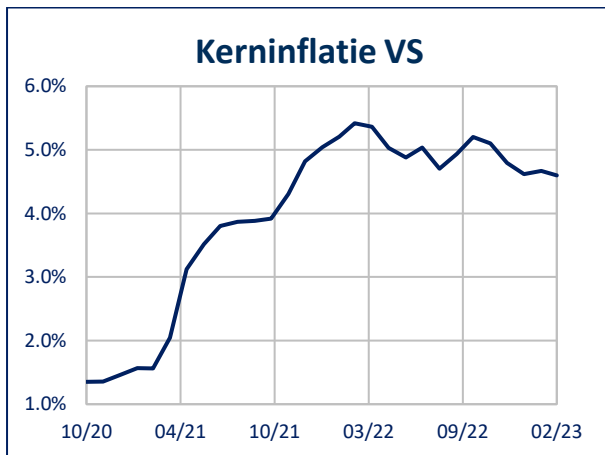
Credit Suisse

In Europa kregen we korte tijd later een heel ander verhaal te verwerken: de verplichte overname van Credit Suisse door UBS. Credit Suisse stond al veel langer bekend als een rotte appel in de mand, en wat er de voorbije weken gebeurde, was dan ook de kroniek van een aangekondigde dood. De directe aanleiding voor de crisis was de aankondiging van de Saoedische aandeelhouder dat hij geen nieuw kapitaal meer in de bank zou injecteren. De Zwitserse overheid heeft dan bijzonder kort op de bal gespeeld en een oplossing

gezocht via de verplichte overname door UBS. Hierdoor is een grote crisis vermeden, maar het geeft toch weer aan dat de overheden en centrale banken geleerd hebben dat ze in dit soort crises zeer snel en kordaat moeten optreden.

Inflatie in dalende lijn

De algemene inflatie mag dan stilaan afzakken, voorlopig is dat niet het geval voor de kerninflatie. Die blijft hoog, en dat heeft alles te maken met de nog altijd sterk presterende arbeidsmarkt. Afgelopen maand hebben zowel de FED als de ECB nogmaals hun beleidsrente opgetrokken om de inflatie te bestrijden. In de VS stond de kerninflatie voor maart op 4,6 procent en de beleidsrente werd opgetrokken naar 5 procent. Zolang die beleidsrente hoger staat dan het kerninflatiecijfer zou dit een neerwaartse druk moeten uitoefenen op de economie.



Het ligt in de lijn der verwachtingen dat de beleidsrente nog wel even op 5 procent zal moeten blijven hangen maar vele investeerders denken vandaag al dat de beleidsrente daarna niet meer zal opgetrokken worden. De FED verwacht dat de banken, na de gebeurtenissen van de voorbije weken in de VS, minder kredieten zullen gaan verschaffen en hierdoor een afkoelend effect gaan hebben op de economie. Intussen leeft in de markten steed meer vrees voor een recessie, en wordt er – al dan niet terecht – zelfs al op een flinke daling van de beleidsrente gerekend vanaf de zomer.

Commercieel kantoorvastgoed in moeilijke papieren

Op de markt voor commercieel vastgoed lijken zich intussen ook de eerste tekenen van stress aan te dienen. Betekenisvol op dat vlak was de recente beslissing van

private equity gigant Blackstone om de deur te sluiten voor investeerders die uit hun Real Estate Investment Trust van 70 miljard dollar wilden stappen. Blackstone wil hiermee een scenario vermijden waarbij het halsoverkop fysiek vastgoed tegen een te lage prijs zou moeten gaan verkopen. Dit zou uiteraard een nefast effect hebben op de prijzen, waardoor alle beleggers in dat fonds in de klappen zouden delen. Een ander teken aan de wand was een obligatie (een zogenaamds "Commerical Mortgage Backed Security") op 500 miljoen aan hypotheekleningen die begin maart in default ging. Achterliggend ging het om beleggingen in kantoorvastgoed. Het is al langer duidelijk dat de trend om veel vaker thuis te werken een blijver is, en dat er dus een overaanbod is aan kantoorgebouwen. Zelf blijven we wel nog beleggen in beursgenoteerde vastgoedbedrijven - die vorig jaar al sterk werden afgestraft – maar daarbij vermijden we al langer structureel de markt van commercieel kantoorvastgoed.

Opportunities

Kijken we naar de opportuniteiten, dan zet alvast deze trend van de voorbije maanden zich verder door: kredietwaardige bedrijfsobligaties blijven bijzonder interessant, ze leveren vandaag in euro bijna 4 procent rendement op. Daarnaast zijn ook de geldmarkten interessant voor defensieve beleggers. Wie vandaag in een geldmarktfonds belegt, mag op zowat drie procent opbrengst rekenen in euro. Vergelijk dit met de rente op de spaarrekeningen, die vandaag bij veel banken niet veel hoger ligt dan 1 procent. Banken dreigen zo dus almaar meer deposito's te zien wegvloeien, waardoor ze zich op termijn wellicht ook gedwongen zullen zien om hun rente op te trekken.

Voor beleggers in aandelen blijft voldoende spreiden over verschillende sectoren de boodschap. De rente schommelt immers behoorlijk stevig, en dat geldt dus ook voor het rendement van verschillende sectoren. Wie vorig jaar pakweg enkel in technologie-aandelen investeerde, boekte daar toen 25 procent verlies mee. Vandaag staan die aandelen al op een kleine +20 procent. Wie vorig jaar uitsluitend energie-aandelen kocht, eindigde het jaar op +40 procent, maar ziet dit jaar al een stevig verlies tegemoet.

Last but not least: dit zou ook een goed aankoopmoment kunnen zijn voor Azië in het algemeen en China in het bijzonder. Toegegeven, de Chinese heropening loopt een stukje trager dan verwacht, maar het is niet onwaarschijnlijk dat het land dit jaar opnieuw aanknoopt

met een groei van 5 à 6 procent. Daar komt nog bij dat de prijzen dit jaar ook al een stevig stuk teruggevallen zijn. Dat opent dus wel wat perspectieven.



Quid Taiwan?

Hoe onwaarschijnlijk en onwenselijk ook, we moeten steeds meer rekening houden met het scenario dat China ergens in de komende jaren Taiwan zal binnenvallen. Een absoluut horrosscenario, maar het lijkt ons geen overbodige luxe om al proactief na te denken over de impact daarvan op onze portefeuilles. Mocht het ooit zover komen, dan zal zo'n inval sowieso moeten gebeuren met luchtaanvallen aangezien de kusten van Taiwan zeer moeilijk toegankelijk zijn. Dit soort van aanval zou zeer snel verregaande gevolgen kunnen hebben voor belangrijke bedrijven in Taiwan zoals TSMC, wereldmarktleider in de halfgeleider-industrie. De impact daarvan op de supply chain van bedrijven die electronica en chips aankopen zou snel moeilijk te overzien zijn. En dus kan het beter niet en wél in de portefeuille hebt. We beraadslagen hier in de komende maanden verder over in onze investeringscomités en berichten graag in volgende nieuwsbrieven meer in detail over de mogelijke scenario's die we voorzien.

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleer eenvoudig opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.